

## 北京三元食品股份有限公司 关于公司业绩预告相关事项的监管工作函的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

近期，北京三元食品股份有限公司（简称“公司”“三元股份”）收到上海证券交易所下发的《关于北京三元食品股份有限公司业绩预告相关事项的监管工作函》（上证公函【2026】0078号）。公司在收到上述监管工作函后高度重视，现就监管工作函相关问题回复如下：

2026年1月17日，公司披露业绩预亏预告称，预计2025年度实现归母净利润为-3.56亿元至-1.78亿元，主要因境外参股公司法国 HCo France S.A.S.（以下简称法国 HCo）预计计提大额商誉减值，公司对法国 HCo 的长期股权投资账面价值预计减少 4.96 亿元至 6.16 亿元。公司 2025 年度前三季度实现归母净利润 2.36 亿元，上述减值计提导致公司净利润由盈转亏。鉴于上述情况，根据本所《股票上市规则》第 13.1.1 条等有关规定，请公司进一步补充说明以下事项。

一、关于长期股权投资。2017 年，公司与关联方复星高科、复星健控通过共同收购 SPV（卢森堡）100% 股权持有法国 HCo 100% 股权。2023 年度、2024 年度，法国 HCo 形成长期股权投资期末账面余额分别为 17.65 亿元、18.35 亿元，截至 2025 年 6 月 30 日，法国 HCo 长期股权投资期末账面余额 20.59 亿元。此外，2023 年 11 月，公司与关联方复星高科、复星健控将该法国 HCo 的股东借款合计 1.83 亿欧元转增为法国 HCo 资本金；2024 年 3 月，公司向 SPV（卢森堡）增

资约 1813 万欧元。请公司：(1) 补充披露法国 HCo 及其上层境外持股平台近三年的主要财务指标,包括但不限于营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润、毛利率、财务费用等情况；(2) 结合前述情况,说明本次计提长期股权投资减值的依据、计算方法及过程,并说明前期减值计提是否存在不及时、不充分的情形。

公司回复：

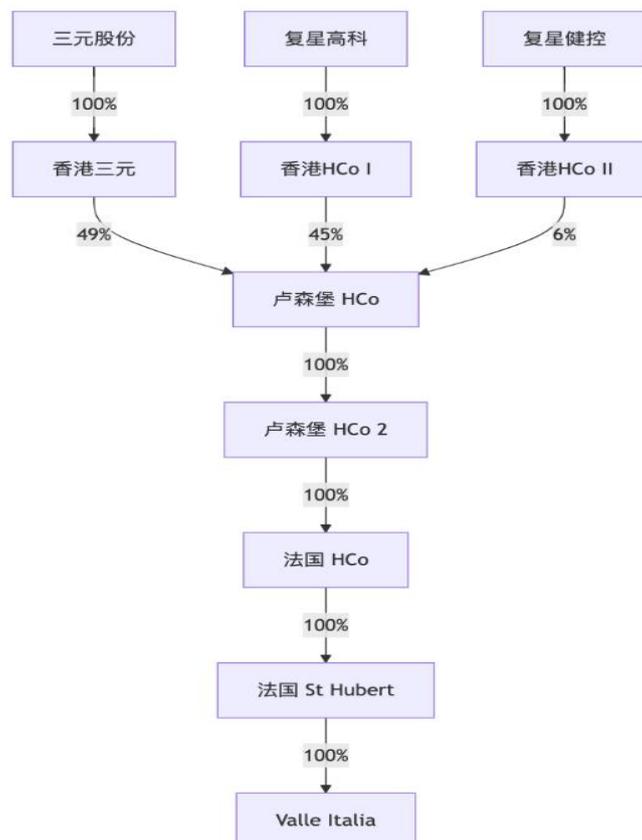
(1) 补充披露法国 HCo 及其上层境外持股平台近三年的主要财务指标,包括但不限于营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润、毛利率、财务费用等情况；

2017 年,公司与股东复星联合收购法国百年植物涂抹酱企业 St Hubert S. A. S. (含其销售公司意大利 Valle' Italia S. r. l., 简称“法国 St Hubert”) 股权时,使用法国 HCo France S. A. S. (简称“法国 HCo”) 作为收购主体,总交易金额约 6.26 亿欧元(折合人民币约 49.32 亿元)。出资路径为:三元股份在香港设立全资子公司香港三元食品股份有限公司(简称“香港三元”),复星在香港设立全资子公司 HCo I (HK) Limited (简称“香港 HCo I”) 及 HCo II (HK) Limited (简称“香港 HCo II”) (合并称“香港复星”)。香港三元、香港复星在卢森堡设立合资公司 HCo Lux S. à r. l. (简称“卢森堡 HCo”),双方持股比例为 49: 51。按照该持股比例,香港三元向 HCo Lux 增资 8,980 万欧元(折合人民币 7.07 亿元),同时向其提供 8,980 万欧元股东借款(年利率 7.8%),合计 17,960 万欧元(折合人民币 14.14 亿元);香港 HCo I 及香港 HCo II 共向 HCo Lux 增资 9,347 万欧元(折合人民币 7.36 亿元),同时向其提供 9,346 万欧元(折合人民币 7.36 亿元) 股东借款(年利率 7.8%),合计 18,693 万欧元(折合人民币 14.72 亿元)。

综上, HCo Lux 共获得股东增资款 18,327 万欧元(折合人民币

14.43 亿元)、股东借款 18,326 万欧元 (折合人民币 14.43 亿元)。然后, HCo Lux 向 HCo France (即法国 HCo) 增资 18,327 万欧元 (折合人民币 14.43 亿元), 同时向 HCo France 提供 18,326 万欧元 (折合人民币 14.43 亿元) 股东借款 (年利率 8%), 共计 36,653 万欧元 (折合人民币 28.86 亿元)。HCo France 向银行贷款 26,000 万欧元 (折合人民币 20.46 亿元)。HCo France 共获得资金 62,653 万欧元 (折合人民币 49.32 亿元), 以实施收购。2018 年 1 月, 本次收购完成交割相关工作。2023 年 12 月, 出于对法国子公司未来长远发展考虑, 香港三元、香港 HCo I、香港 HCo II 将前述股东借款本金及利息按照持股比例全额转为卢森堡 HCo 的资本金; 同时, 卢森堡 HCo 向法国 HCo 提供的股东借款本金及利息亦全额转为法国 HCo 的资本金。

公司持有卢森堡 HCo (含下属法国 HCo 及下级企业) 49% 股权, 计入长期股权投资。截至目前, 公司与上述参股企业的股权结构如下图所示:



法国 St Hubert 具有实际经营业务，意大利 Valle' Italia 系法国 St Hubert 全资子公司，为销售公司，规模较小。法国 HCo、卢森堡 HCo、香港三元仅为持股平台公司，无实际经营业务；法国 HCo、卢森堡 HCo 利润来源为逐级合并法国 St Hubert 及意大利 Valle' Italia、股东借款利息、银行贷款利息产生，香港三元利润来源为确认投资收益、股东借款利息、银行贷款利息产生。因法国 St Hubert 报表为单体报表，在法国 HCo 层面报表对法国 St Hubert 和 Valle' Italia 进行了合并，为便于理解，将法国 St Hubert 及 Valle' Italia 近三年经营数据一并进行列示。经营数据金额单位均由欧元折算为人民币。

**1、香港三元。**香港持股平台公司，除持有卢森堡 HCo 49% 股权外，无其他经营业务。2017 年设立后，公司对其增资 7,600 万欧元（折合人民币约 6.02 亿元），同时香港三元向银行贷款 13,000 万欧元（折合人民币约 10.3 亿元），合计 20,600 万欧元（折合人民币约 16.32 亿元），用于收购法国项目。2023 年至 2025 年，香港三元无营业收入，利润主要为按持股比例 49% 确认的卢森堡 HCo 投资收益及香港三元向银行贷款的利息费用。**香港三元 2023 年净利润-903 万元**，其中：**①**对卢森堡 HCo 投资收益-4,791 万元，投资收益为负的主要原因是卢森堡 HCo 合并的法国 HCo 承担了股东借款利息费用 16,200 万元，以及法国 HCo 银行贷款利息费用 7,685 万元。**②**财务费用-3,412 万元，主要为向卢森堡 HCo 提供的股东借款利息收入 7,938 万元，以及香港三元银行贷款利息支出 4,353 万元。因 2023 年末对卢森堡 HCo、法国 HCo 进行股东借款转增资本金，故从 2024 年起不再产生股东借款利息费用。**2024 年净利润-2,158 万元**，其中：**①**对卢森堡 HCo 投资收益 2,980 万元；**②**财务费用 5,071 万元，主要为香港三元银行贷款利息支出。**2025 年未经审计净利润-50,761 万元**，主要为：**①**对卢

森堡 HCo 投资收益-46,887 万元，其中：卢森堡 HCo 正常经营利润确认的投资收益 2,804 万元；由于法国 HCo 于 2025 年计提商誉减值约 101,411 万元(注 1)，按持股比例 49%计算导致投资收益减少约 49,691 万元；②财务费用 3,610 万元，主要为香港三元银行贷款利息支出。

(注 1：该数字为未经审计的预估数，法国 HCo 最终商誉减值金额可能与该数据存在差异，应以审计师复核结果为准。本公告中 2025 年相关数据均系基于法国 HCo 商誉减值 101,411 万元进行测算，最终数据需以审计结果为准。)

香港三元合并 (人民币, 万元)	2023年	2024年	2025年 (未经审计)
营业收入	-	-	-
利润总额	-903	-2,158	-50,761
净利润	-903	-2,158	-50,761
归母净利润	-903	-2,158	-50,761
投资收益	-4,791	2,980	-46,887
财务费用	-3,412	5,071	3,825
其中：香港三元股东借款利息收入	7,938	-	-
香港三元银行贷款利息支出	4,353	4,908	3,610
长期股权投资金额	176,464	183,519	152,600

2、卢森堡 HCo。卢森堡持股平台公司，用于合并管理法国 HCo，无其他经营业务。2023 年合并营业收入 85,482 万元，净利润-9,036 万元，利润亏损主要是合并法国 HCo 导致，剔除法国 HCo 股东借款及并购贷款利息后的净利润为 14,849 万元。2023 年 12 月末将股东借款转增资本金，自 2024 年起不再产生股东借款利息费用。2024 年合并营业收入 84,230 万元，净利润 5,469 万元，剔除法国 HCo 并购贷款利息后净利润为 12,708 万元。2025 年未经审计合并营业收入 90,587 万元，净利润-95,689 万元，利润亏损主要是全资子公司法国 HCo 2025 年计提大额商誉减值准备 101,411 万元所致；剔除商誉减值准备及并购贷款利息后净利润为 13,824 万元。

卢森堡HCo合并 (人民币, 万元)	2023年	2024年	2025年 (未经审计)
营业收入	85,482	84,230	90,587
营业成本	41,996	38,544	45,458
毛利率	50.9%	54.2%	49.8%
财务费用	24,180	8,127	8,795
其中：股东贷款利息支出	16,200	-	-
银行贷款利息支出	7,685	7,239	8,101
EBITDA	24,971	24,153	24,108
利润总额	-6,689	8,712	-91,635
净利润	-9,036	5,469	-95,689
归母净利润	-8,999	5,469	-95,689
扣除非经常性损益后的归母净利润	-8,024	5,839	-94,195
无形资产-商标期末账面价值 (法国HCo)	379,033	362,949	397,182
商誉期末账面价值 (法国HCo)	166,527	159,461	70,733
商誉期末减值金额 (法国HCo)	-	-	101,411

**3、法国 HCo。**法国持股平台公司，用于合并管理实体运营公司法国 St Hubert (含销售公司 Valle' Italia)，无其他经营业务。2023 年合并营业收入 85,482 万元，净利润-10,083 万元，利润亏损主要是向卢森堡 HCo 的股东借款利息费用（16,200 万元）以及向银行的并购贷款利息费用（7,685 万元）导致，剔除股东借款及并购贷款后的净利润为 14,335 万元。2023 年 12 月末将股东借款转增资本金，自 2024 年起法国 HCo 不再支付股东借款利息费用。2024 年合并营业收入 84,230 万元，净利润 7,109 万元，剔除并购贷款利息后的净利润为 13,471 万元。2025 年未经审计的合并营业收入 90,587 万元，净利润-94,453 万元，利润亏损主要原因为：法国管理层结合法国及欧洲的市场环境及宏观经济等因素，2025 年调整了未来的经营策略及商业计划，对未来预期增速进行下调，导致 2025 年拟计提商誉减值准备 101,411 万元；剔除商誉减值准备及并购贷款利息后的净利润为 13,800 万元。

法国HCo合并 (人民币, 万元)	2023年	2024年	2025年 (未经审计)
营业收入	85,482	84,230	90,587
营业成本	41,996	38,544	45,458
毛利率	50.9%	54.2%	49.8%
财务费用	24,713	7,967	7,540
其中：股东借款利息支出	16,733	-	-
银行贷款利息支出	7,685	6,362	6,842
EBITDA	24,337	24,331	24,053
利润总额	-6,392	10,111	-90,420
净利润	-10,083	7,109	-94,453
归母净利润	-10,083	7,109	-94,453
扣除非经常性损益后的归母净利润	-9,109	7,479	-92,960
无形资产-商标期末账面价值	379,033	362,949	397,182
商誉期末账面价值	166,527	159,461	70,733
商誉期末减值金额	-	-	101,411

4、法国 St Hubert（法国植物涂抹酱实体企业）。法国 St Hubert 具有一百多年历史，主要产品为健康黄油涂抹酱系列等，在行业内具有重要地位。从单户报表看，2023 年营业收入 81,358 万元，净利润 16,076 万元；2024 年营业收入 79,949 万元，净利润 16,347 万元；2025 年营业收入 85,919 万元，净利润 17,506 万元；经营业绩稳定。

St Hubert (人民币, 万元)	2023年	2024年	2025年 (未经审计)
营业收入	81,358	79,949	85,919
营业成本	37,025	33,940	40,222
毛利率	54.5%	57.5%	53.2%
财务费用	-8	-111	-60
EBITDA	24,945	24,861	25,882
利润总额	22,359	22,211	23,065
净利润	16,076	16,347	17,506
归母净利润	16,076	16,347	17,506
扣除非经常性损益后的归母净利润	16,661	16,568	17,766

5、Valle' Italia (意大利销售公司)。经营规模占法国 HCo 的 10%左右, 2023 年营业收入 9,868 万元, 净利润 473 万元; 2024 年营业收入 9,736 万元, 净利润 730 万元; 2025 年营业收入 10,595 万元, 净利润 117 万元; 2025 年经营利润有所下滑。

Valle' Italia S.r.l. (人民币, 万元)	2023年	2024年	2025年 (未经审计)
营业收入	9,868	9,736	10,595
营业成本	6,796	6,415	6,812
毛利率	31.1%	34.1%	35.7%
财务费用	-21	-31	-27
EBITDA	731	996	350
利润总额	704	1,020	377
净利润	473	730	117
归母净利润	473	730	117
扣除非经常性损益后的归母净利润	514	730	134

(2) 结合前述情况, 说明本次计提长期股权投资减值的依据、计算方法及过程, 并说明前期减值计提是否存在不及时、不充分的情形。

公司本次长期股权投资减少主要是由于参股子公司法国 HCo 2025 年计提商誉减值导致公司投资收益减少, 并非公司直接计提长期股权投资减值。公司持有参股子公司法国 HCo 49%股权, 采用权益法核算, 按照参股子公司净利润的 49%确认投资收益, 并调整长期股权投资账面价值。

法国 HCo 减值测算主要依据法国 HCo 管理层 2025 年制定的未来 6 年商业计划及财务预测, 采用收益法进行估值, 主要依据及计算过程如下:

### (一) 主要依据

#### 1、销量、营业收入、毛利润、EBITDA、EBIT 参数

HCo - 2025年商业计划 - 销量预测							
吨	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	26年至31年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	23,526	24,118	24,982	25,830	26,668	27,424	3.1%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	1,570	2,080	2,657	3,098	3,948	4,707	24.6%
Export (出口业务)	467	352	362	367	372	372	(4.4)%
Copacking (代加工业务)	1,750	4,350	8,350	10,350	11,350	12,350	47.8%
Out of Home (食品餐饮服务)	100	200	500	900	1,400	2,000	82.1%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	27,414	31,100	36,851	40,546	43,738	46,854	11.3%
Valle Italy (Valle 意大利)	3,907	3,785	3,755	3,585	3,585	3,585	(1.7)%
<b>合计</b>	<b>31,321</b>	<b>34,885</b>	<b>40,606</b>	<b>44,131</b>	<b>47,323</b>	<b>50,439</b>	<b>10.0%</b>
% 增长率	16.3%	11.4%	16.4%	8.7%	7.2%	6.6%	

HCo - 2025年商业计划 - 营业收入预测							
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	26年至31年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	10,229	10,486	10,865	11,238	11,597	11,922	3.1%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	516	684	873	1,019	1,462	1,876	29.4%
Export (出口业务)	222	182	188	191	193	193	(2.7)%
Copacking (代加工业务)	409	929	1,729	2,129	2,329	2,529	43.9%
Out of Home (食品餐饮服务)	35	70	175	315	490	700	82.1%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	11,411	12,352	13,831	14,891	16,072	17,220	8.6%
Valle Italy (Valle 意大利)	1,596	1,579	1,571	1,518	1,518	1,518	(1.0)%
<b>合计</b>	<b>13,007</b>	<b>13,931</b>	<b>15,402</b>	<b>16,409</b>	<b>17,590</b>	<b>18,738</b>	<b>7.6%</b>
% 增长率	15.6%	7.1%	10.6%	6.5%	7.2%	6.5%	

HCo - 2025年商业计划 - 毛利润预测							
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	26年至31年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	6,159	6,307	6,513	6,718	6,915	7,099	2.9%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	202	268	342	399	622	836	32.8%
Export (出口业务)	116	112	116	118	119	119	0.5%
Copacking (代加工业务)	87	181	325	398	434	470	40.0%
Out of Home (食品餐饮服务)	7	15	37	67	104	149	82.1%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	6,572	6,883	7,334	7,699	8,195	8,673	5.7%
Valle Italy (Valle 意大利)	801	828	827	814	814	814	0.3%
<b>合计</b>	<b>7,373</b>	<b>7,711</b>	<b>8,160</b>	<b>8,513</b>	<b>9,009</b>	<b>9,487</b>	<b>5.2%</b>
% 毛利率	56.7%	55.4%	53.0%	51.9%	51.2%	50.6%	

HCo - 2025年商业计划 - 息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 预测							
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	26年至31年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	3,361	3,605	3,945	4,131	4,392	4,605	6.5%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	(232)	(54)	(25)	(30)	106	281	NA
Export (出口业务)	(38)	27	32	34	36	37	NA
Copacking (代加工业务)	8	(54)	(67)	(36)	(11)	16	15.6%
Out of Home (食品餐饮服务)	(0)	(1)	2	10	21	37	NA
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	3,098	3,524	3,887	4,109	4,544	4,976	9.9%
Valle Italy (Valle 意大利)	176	239	251	254	258	262	8.3%
<b>合计</b>	<b>3,274</b>	<b>3,762</b>	<b>4,138</b>	<b>4,363</b>	<b>4,803</b>	<b>5,238</b>	<b>9.9%</b>
% 息税折旧摊销前利润率	25.2%	27.0%	26.9%	26.6%	27.3%	28.0%	

HCo - 2025年商业计划 - 息税前利润 (EBIT) 预测							
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	26年至31年复合年均增长率
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	2,700	3,100	3,400	3,700	4,200	4,600	11.2%
Valle Italy (Valle 意大利)	100	200	200	200	200	200	14.9%
<b>合计</b>	<b>2,800</b>	<b>3,300</b>	<b>3,600</b>	<b>3,900</b>	<b>4,400</b>	<b>4,800</b>	<b>11.4%</b>
% 息税前利润率	21.5%	23.7%	23.4%	23.8%	25.0%	25.6%	

根据法国 HCo 管理层制定的 2025 年商业计划中的未来经营计划 (2026 年至 2031 年), 将业务划分为 St Hubert 法国及出口业务 (St Hubert France & Export)、Valle' 意大利业务 (Valle' Italy) 两个业务单元, 具体预测及依据如下分析:

### (1) St Hubert 法国及出口业务 (St Hubert France & Export)

预计 2026 年至 2031 年期间营业收入复合年均增长率 (CAGR) 为 8.6%, 由预测的 2026 年 1.14 亿欧元到 2031 年 1.72 亿欧元。主要驱动因素有:

①法国涂抹酱业务 (Retail France Spreads), 由于激烈的市场竞争环境, 预计营业收入复合年均增长率为 3.1%, 由预测的 2026 年 1.02 亿欧元到 2031 年 1.19 亿欧元, 反映了有限的销量增长假设, 且单位销售价格相对稳定, 约 4.35 欧元。

②法国零售奶油新品品类 (Retail France New Creamery) 业务, 在推出新产品的驱动下, 预计营业收入复合年均增长率 29.4%, 由预测的 2026 年 516 万欧元到 2031 年 1,876 万欧元, 主要由于预期销量增加及单位销售价格预期年化增长率为 3.9%。

③出口业务 (Export) 收入预计每年约 200 万欧元左右。

④通过发展新的商业渠道增加收入并丰富收入来源的多样性。A. 代加工业务 (Copacking) 营业收入预期由 2026 年的 409 万欧元增长至 2031 年的 2,529 万欧元。其中: 子品牌代加工业务收入约占 5%, 已经与现有客户 Charles & Alice 签订了三年期合同; 渠道自有品牌 (指零售商等渠道委托供应商生产的品牌, 类似于山姆 Member's Mark、京东京造) 代加工业务收入约占 95%。2024 年的市场调查显示, 欧洲市场总量为 40 万吨; 在未来几年中, 可进入的市场份额

为 4.5 万吨（约占总量的 10%），因此预计到 2031 年，法国 St Hubert 将拥有约 1.2 万吨的市场机会。B. 食品餐饮服务业务（Out of home）营业收入预计由 2026 年的 35 万欧元增长至 2031 年的 700 万欧元。

2026 年至 2031 年期间，St Hubert 法国及出口业务（St Hubert France & Export）年均收入增长率预计基本保持在 7.0%-8.5% 的范围内。2028 年营业收入预计同比增长 12.0%，主要由于预计代加工业务增加，该业务收入由 2027 年的 929 万欧元增长至 2028 年的 1,729 万欧元。2031 年营业收入预计同比增长 7.14%，新乳制品业务和代加工业务等在 2031 年后可能会有额外增长，但因时间周期较长，本期测试不再予以考虑。

毛利率由预测的 2026 年 56.7% 降至 2031 年的 50.6%。其中，法国涂抹酱业务（Retail France Spreads）毛利率预计由 2026 年的 60.2% 小幅下降至 2031 年的 59.5%，反映出人造黄油系列产品组合的影响。随着收入结构中法国零售奶油新品品类（Retail France New Creamery）业务（目标毛利率 45%）和食品餐饮服务（Out of home）业务（目标毛利率 21%）占比的增加，对整体毛利率有一定的稀释影响。

预计息税折旧摊销前利润率由预测的 2026 年 27.1% 提高至 2031 年的 28.9%，主要得益于期间费用改善。预计息税前利润率由预测的 2026 年的 23.6% 提高至 2031 年的 26.7%。

## **（2）Valle' 意大利业务（Valle' Italy）**

预计 2026 年至 2031 年期间营业收入复合年均增长率为 -1.0%，由预测的 2026 年 1,596 万欧元到 2031 年的 1,518 万欧元。其中，意大利涂抹酱业务预计收入复合年均增长率为 0%，反映了在低增长市

场环境中对风险敞口的严格把控；同时，计划在 2028 年终止业务表现疲弱且盈利能力偏低的生面团（Doughs）业务，导致 Valle' Italy 整体营业收入下降。

息税前利润率由预测的 2026 年的 6%提高至 2031 年的 13%，主要由于新业务（自有品牌（private label）、代加工生产（Copacking）和食品餐饮服务业务（Out of home））的销量增加带来的产品生产成本降低。

## 2、关键参数

**（1）折现率。**①法国折现率（WACC）：8.6%，无风险利率 3.8%，去杠杆化贝塔系数 0.62，股权风险溢价 5.8%，规模风险溢价 2.0%，债权比（D:E）25.4%，以及相对于当地无风险利率有 60 个基点利差的债权资本成本。②意大利折现率（WACC）：9.0%，无风险利率 3.8%，去杠杆化贝塔系数 0.62，股权风险溢价 5.8%，国家风险溢价 0.4%，规模风险溢价 2.0%，债权比（D:E）25.4%，以及相对于当地无风险利率有 60 个基点利差的债权资本成本。

**（2）永续增长率。**永续增长率为 2.0%，反映欧元区长期通胀预期，系基于国际货币基金组织长期欧元区通胀预测。

### （二）计算方法

收益法是指将预期收益的资本化或折现，确定估值对象价值的估值方法。

本次估值选用企业自由现金流折现模型。

企业自由现金流折现法，现金流口径为归属于股东和负息债务债权人在内的所有投资者现金流量，对应的折现率为加权平均资本成

本，估值内涵为企业整体价值。现金流计算公式为：

企业自由现金流量=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出

基本公式为：

$$E = B - D$$

式中：E 为被估值单位的股东全部权益的市场价值，D 为负息负债的市场价值，B 为企业整体市场价值。

$$B = P + \sum C_i$$

式中：P 为经营性资产价值， $\sum C_i$  为估值基准日的非经营性资产负债（包含溢余资产）的价值。

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中：R<sub>i</sub>：估值基准日后第 i 年预期的企业自由现金流量；

r：折现率；

n：预测期；

g：明确的预测期后，预计未来收益每年增长率。本次估值取值为 2%。

各参数确定如下：

自由现金流 R<sub>i</sub> 的确定

R<sub>i</sub> = 净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本

性支出

折现率  $r$  采用加权平均资本成本 (WACC) 确定, 公式如下:

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

式中:  $R_e$ : 权益资本成本;

$R_d$ : 负息负债资本成本;

$T$ : 所得税率。

权益资本成本  $R_e$  采用资本资产定价模型 (CAPM) 计算

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

式中:  $R_e$  为股权回报率;

$R_f$  为无风险回报率;

$\beta$  为风险系数;

$ERP$  为市场风险超额回报率;

$R_s$  为公司特有风险超额回报率。

### (三) 测算结果

2025 年度, 根据法国 HCo 初步减值测试结果, 股东全部权益的公允价值约为 3.89 亿欧元, 较账面价值 5.15 亿欧元有所减少, 形成减值约 1.26 亿欧元, 导致法国 HCo 及卢森堡 HCo 合并层面当年净利润减少 1.26 亿欧元。

公司长期股权投资计算结果: 按照持股比例 49% 计算投资收益, 2025 年度投资收益及长期股权投资账面价值减少约 5 亿元人民币

(1.26×年平均汇率 8.03×49%)，导致公司当年合并利润减少约 5 亿元人民币。目前，法国 HCo 尚处于减值测试阶段，且尚未出具由审计师确认的审计报告，最终结果以第三方机构审定数为准。

2023、2024 年经营情况稳定，外部市场环境未发生重大变化，企业对未来的经营预期相对乐观，经法国德勤减值测试，结论为：2023 年、2024 年法国 HCo 股东全部权益公允价值高于账面价值，未发生减值。经法国玛泽年度审计，审计结论为无保留意见。公司对法国 HCo 长期股权投资权益法核算依据充分、金额准确，法国 HCo 减值不存在不及时、不充分的情形。

二、关于法国 HCo 商誉减值。根据公告，因法国 HCo 2025 年度计提商誉减值，2025 年度公司对法国 HCo 的长期股权投资期末账面余额预计减少 4.96 亿元至 6.16 亿元。以前年度法国 HCo 未计提商誉减值。请公司核实并说明：(1) 本期商誉减值测试的主要假设、关键参数及计算过程；(2) 就 2023 年以来的历年商誉减值测试过程与本次商誉减值测试过程进行对比，就收入、利润及其增长率、费用率、折现率等重大预测假设和参数的差异进行量化分析，说明产生差异的原因、识别差异的时间，以及重大参数确定的依据和合理性；(3) 结合法国 HCo 近年经营业绩变化以及对未来经营业绩的预测，充分说明报告期集中计提大额商誉减值的原因及合理性，前期及本次商誉减值计提是否充分，是否符合准则要求。

公司回复：

(1) 本期商誉减值测试的主要假设、关键参数及计算过程；

2025 年商誉减值测试主要依据法国 HCo 管理层制定的未来 6 年商

业计划及财务预测，采用预计未来现金流量法，主要参数依据及计算过程如下：

### **（一）主要依据**

1、销量、营业收入、毛利润、EBITDA、EBIT 参数

请见上题回复。

2、关键参数

请见上题回复。

### **（二）减值测试方法**

商誉是不可辨认无形资产，因此对于商誉的减值测试需要估算与商誉相关的资产组（CGU）的可收回金额来间接实现，也即通过估算该资产组（CGU）的预计未来现金流量的现值及公允价值扣除处置费用的估算来实现。

公允价值，是指市场参与者在计量日发生的有序交易中，出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格。处置费用是指与资产处置有关的法律费用、相关税费、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用。“公允价值-处置费用”也即公允价值净额。

预计未来现金流量的现值，是指资产组（CGU）在现有会计主体，按照现有的经营模式持续经营该资产组的前提下，未来现金流的现值。

可收回金额是公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者。

#### **1、预计未来现金流量的现值估值的原则及方法**

资产在使用过程中所创造的收益会受到使用方式、使用者经验、能力等方面的因素影响。不同的使用方式，不同的使用者，可能在使

用同样资产时产生不同的收益。因此，对于同样的资产，不同的使用方式或使用者会有不同的在用价值。

对于未来收益的预测完全是基于被并购方会计主体现状使用资产组（CGU）的方式、力度以及使用能力等方面的因素，即按照目前状态及使用、管理水平使用资产组（CGU）可以获取的预测收益，采用收益途径方法进行测算。

收益途径是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。

本次评估采用企业自由现金流折现模型。

基本公式为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中：R<sub>i</sub>：评估基准日后第 i 年预期的企业自由现金流量；

r：折现率；

n：预测期；

g：明确的预测期后，预计未来收益每年增长率。

## 2、公允价值扣除处置费用的估值原则及方法

公允价值评估需要在资产组（CGU）最佳用途前提下进行。鉴于成本途径无法确定商誉资产的可收回金额，本次采用市场途径进行测算。

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

处置费用包括与资产处置有关的中介机构费用、挂牌交易费用及

相关税费等，但是财务费用和所得税费用等不包括在内。其中，中介机构费用按照中介机构的收费市场行情进行计算，中介机构包括会计师事务所、资产评估机构、律师事务所；挂牌交易费用参照产权交易市场公示的基础交易费用计算。

### （三）减值测试结果

截至 2025 年 12 月 31 日的减值测试中，相关资产组的可收回金额基于预计未来现金流量现值确定，与以前年度保持一致。

**测算预计未来现金流量现值：**商业计划的预测期为 6 年，以后期间采用永续增长率进行预测。2025 年预计未来现金流量现值系基于法国 HCo 管理层制定的 2026 年至 2031 年的商业计划进行测算。法国和意大利的折现率，由市场参数计算得出，永续增长率为 2.0%，反映欧元区长期通胀预期。估值采用部分加总法，分别对 St Hubert 法国及出口业务 (St Hubert France & Export)、Valle' 意大利业务 (Valle' Italy) 进行估值分析。

经测算，商誉减值约 1.26 亿欧元（尚未审定）。

商誉减值测试 - 截至2025年12月31日	
<b>百万欧元</b>	
企业价值 - St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	454
企业价值 - Valle Italy (Valle 意大利)	22
企业价值合计	476
净负债	(87)
<b>股权价值 - 公允价值</b>	<b>389</b>
<b>股东权益 - 账面净资产</b>	<b>515</b>
<b>减值金额</b>	<b>(126)</b>

(2) 就 2023 年以来的历年商誉减值测试过程与本次商誉减值测试过程进行对比，就收入、利润及其增长率、费用率、折现率等重大预测假设和参数的差异进行量化分析，说明产生差异的原因、识别差异的时间，以及重大参数确定的依据和合理性；

公司回复：

### （一）2023 年至 2025 年商誉减值测试结论对比

HCo - 商誉减值测试结论汇总			
百万欧元	2023年	2024年	2025年
账面价值	587	598	602
可收回金额	640	632	476
其中：			
可收回金额 - St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	592	588	454
可收回金额 - Valle Italy (Valle 意大利)	47	45	22
<b>可收回金额减账面价值</b>	<b>53</b>	<b>35</b>	<b>(126)</b>

在 2023 年和 2024 年的减值测试中，法国 HCo 预计未来现金流量现值均高于账面价值，分别有 5,300 万欧元和 3,500 万欧元的减值空间，未出现减值迹象。2025 年目标公司预计未来现金流量现值显著下降，低于账面价值，减值金额为 1.26 亿欧元。整体来看，由于 2025 年商业计划对未来预期的改变，法国 HCo 首次出现减值。

### （二）2023 年至 2025 年关键参数的差异

#### 1、商业计划关键参数对比

法国 HCo 管理层商业计划每年制定一次，并反映全年所有参数的变化情况。法国 HCo 管理层结合年度实际经营及完成预算情况，调整未来年度的经营计划。2023 年和 2024 年，管理层商业计划预期未来收入、EBITDA 复合年均增长率约 15%及以上，主要基于三大战略支柱：一是具有核心的本土市场领先地位，具有强大的品牌认知力，以此作为基础，加强本土的销售量及提高市场份额；二是拓展新产品类别与多元化布局，促进未来增长（如植物黄油，奶油等）；三是国际化扩张，尤其是通过针对性的品牌重塑和特制配方进入德国市场。

#### （1）2023 年商业计划关键财务指标

HCo - 2023年商业计划 - 销量预测							
吨	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	24年至29年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	24,043	26,539	29,726	31,734	34,157	34,473	7.5%
Export (出口业务)	405	918	2,333	4,549	6,366	7,483	79.2%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	24,448	27,457	32,059	36,283	40,523	41,956	11.4%
Valle Italy (Valle 意大利)	4,215	4,997	5,777	6,626	7,111	7,300	11.6%
<b>合计</b>	<b>28,663</b>	<b>32,454</b>	<b>37,836</b>	<b>42,910</b>	<b>47,635</b>	<b>49,256</b>	<b>11.4%</b>
% 增长率	6.2%	13.2%	16.6%	13.4%	11.0%	3.4%	

HCo - 2023年商业计划 - 营业收入预测							
万欧元	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	24年至29年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	10,178	11,694	13,928	15,397	17,077	17,573	11.5%
Export (出口业务)	203	513	1,306	2,591	3,712	4,459	85.5%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	10,381	12,207	15,234	17,988	20,788	22,033	16.2%
Valle Italy (Valle 意大利)	1,498	1,935	2,416	2,910	3,261	3,412	17.9%
<b>合计</b>	<b>11,879</b>	<b>14,142</b>	<b>17,650</b>	<b>20,898</b>	<b>24,050</b>	<b>25,444</b>	<b>16.5%</b>
% 增长率	6.3%	19.1%	24.8%	18.4%	15.1%	5.8%	

HCo - 2023年商业计划 - 息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 预测							
万欧元	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	24年至29年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	3,142	3,356	4,106	4,919	5,687	5,986	13.8%
Export (出口业务)	(17)	98	146	469	904	1,227	NA
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	3,125	3,454	4,252	5,388	6,591	7,213	18.2%
Valle Italy (Valle 意大利)	229	329	476	677	859	725	25.9%
<b>合计</b>	<b>3,354</b>	<b>3,783</b>	<b>4,728</b>	<b>6,065</b>	<b>7,450</b>	<b>7,937</b>	<b>18.8%</b>
% 息税折旧摊销前利润率	28.2%	26.7%	26.8%	29.0%	31.0%	31.2%	

HCo - 2023年商业计划 - 息税前利润 (EBIT) 预测							
万欧元	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	24年至29年复合年均增长率
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	2,800	3,100	3,900	5,000	6,200	6,800	19.4%
Valle Italy (Valle 意大利)	200	300	400	600	800	700	28.5%
<b>合计</b>	<b>3,000</b>	<b>3,400</b>	<b>4,300</b>	<b>5,600</b>	<b>7,000</b>	<b>7,500</b>	<b>20.1%</b>
% 息税前利润率	25.3%	24.0%	24.4%	26.8%	29.1%	29.5%	

2024年至2029年，预计收入复合增长率16.5%，销量复合增长率11.4%，主要措施包括在法国、意大利市场开发新产品类别（植物黄油和奶油）及向其他欧洲地区扩张，德国市场的开拓。

2024年至2029年，预计息税折旧摊销前利润率增长约3%，由28.2%提高至31.2%，主要源于预期的收入增长及工厂更新带来的盈利能力提升和规模经济效益。

## (2) 2024 年商业计划关键财务指标

HCo - 2024年商业计划 - 销量预测							
吨	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	25年至30年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	24,210	24,830	25,749	26,811	27,693	28,482	3.3%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	268	1,374	2,799	4,803	5,500	5,637	83.9%
Export (出口业务)	470	1,071	2,776	5,727	7,736	8,574	78.8%
Copacking (代加工业务)	327	500	1,650	2,722	3,801	4,889	71.8%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	25,276	27,775	32,974	40,063	44,729	47,582	13.5%
Valle Italy (Valle 意大利)	4,255	4,865	5,678	6,109	6,459	6,842	10.0%
<b>合计</b>	<b>29,531</b>	<b>32,640</b>	<b>38,652</b>	<b>46,172</b>	<b>51,189</b>	<b>54,424</b>	<b>13.0%</b>
% 增长率	9.3%	10.5%	18.4%	19.5%	10.9%	6.3%	

HCo - 2024年商业计划 - 营业收入预测							
万欧元	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	25年至30年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	10,223	10,661	11,259	11,944	12,569	13,154	5.2%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	98	591	1,387	2,572	3,095	3,213	101.0%
Export (出口业务)	253	526	1,308	2,688	3,704	4,212	75.5%
Copacking (代加工业务)	132	188	405	593	787	987	49.6%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	10,706	11,966	14,359	17,797	20,155	21,565	15.0%
Valle Italy (Valle 意大利)	1,502	1,804	2,243	2,523	2,773	3,531	18.7%
<b>合计</b>	<b>12,207</b>	<b>13,770</b>	<b>16,602</b>	<b>20,321</b>	<b>22,927</b>	<b>25,096</b>	<b>15.5%</b>
% 增长率	11.9%	12.8%	20.6%	22.4%	12.8%	9.5%	

HCo - 2024年商业计划 - 息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 预测							
万欧元	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	25年至30年复合年均增长率
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	3,237	3,485	3,982	4,480	4,812	5,043	9.3%
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	(123)	(366)	(229)	354	700	836	NA
Export (出口业务)	(53)	7	260	718	1,203	1,413	NA
Copacking (代加工业务)	37	16	6	8	13	4	(35.0)%
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	3,097	3,141	4,020	5,561	6,727	7,296	18.7%
Valle Italy (Valle 意大利)	280	280	319	400	501	712	20.5%
<b>合计</b>	<b>3,377</b>	<b>3,421</b>	<b>4,339</b>	<b>5,961</b>	<b>7,229</b>	<b>8,008</b>	<b>18.8%</b>
% 息税折旧摊销前利润率	27.7%	24.8%	26.1%	29.3%	31.5%	31.9%	

HCo - 2024年商业计划 - 息税前利润 (EBIT) 预测							
万欧元	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	25年至30年复合年均增长率
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	2,700	2,700	3,600	5,100	6,300	6,900	20.6%
Valle Italy (Valle 意大利)	200	200	300	400	500	700	28.5%
<b>合计</b>	<b>2,900</b>	<b>2,900</b>	<b>3,900</b>	<b>5,500</b>	<b>6,800</b>	<b>7,600</b>	<b>21.3%</b>
% 息税前利润率	23.8%	21.1%	23.5%	27.1%	29.7%	30.3%	

2025 年至 2030 年，预计收入复合增长率 15.5%，主要系预计销量复合增长率 13.0% 导致，整体的商业计划根据 2023 年实际完成情况作出调整，整体经营策略保持与 2023 年一致，略有下调。

2025 年至 2030 年，预计息税折旧摊销前利润率增长约 4%，由 27.7% 提高至 31.9%，主要源于收入增长及通过工厂更新和规模化效

应带来的盈利能力提升。息税折旧摊销前利润率与 2023 年商业计划中预期的水平相当。

### (3) 2024 年与 2023 年销量、收入、EBITDA 差异分析

HCo - 2024年商业计划与2023年商业计划 - 销量预测对比						
吨	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(2,328)	(4,896)	(5,985)	(7,347)	(6,780)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	268	1,374	2,799	4,803	5,500	n.a.
Export (出口业务)	(448)	(1,262)	(1,773)	(639)	253	n.a.
Copacking (代加工业务)	327	500	1,650	2,722	3,801	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(2,181)	(4,284)	(3,309)	(461)	2,773	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(742)	(912)	(948)	(1,002)	(841)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(2,923)</b>	<b>(5,196)</b>	<b>(4,257)</b>	<b>(1,463)</b>	<b>1,932</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(9.0)%	(13.7)%	(9.9)%	(3.1)%	3.9%	n.a.

HCo - 2024年商业计划与2023年商业计划 - 营业收入预测对比						
万欧元	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(1,471)	(3,268)	(4,138)	(5,133)	(5,004)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	98	591	1,387	2,572	3,095	n.a.
Export (出口业务)	(260)	(780)	(1,284)	(1,023)	(756)	n.a.
Copacking (代加工业务)	132	(1,118)	(2,186)	(3,118)	(3,672)	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(1,501)	(3,268)	(3,629)	(2,991)	(1,878)	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(434)	(612)	(667)	(738)	(639)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(1,935)</b>	<b>(3,880)</b>	<b>(4,296)</b>	<b>(3,729)</b>	<b>(2,517)</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(13.7)%	(22.0)%	(20.6)%	(15.5)%	(9.9)%	n.a.

HCo - 2024年商业计划与2023年商业计划 - 息税折旧摊销前利润预测对比						
万欧元	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(119)	(621)	(937)	(1,207)	(1,174)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	(123)	(366)	(229)	354	700	n.a.
Export (出口业务)	(151)	(140)	(209)	(186)	(24)	n.a.
Copacking (代加工业务)	37	16	6	8	13	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(357)	(1,111)	(1,369)	(1,031)	(485)	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(49)	(196)	(358)	(459)	(224)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(406)</b>	<b>(1,307)</b>	<b>(1,726)</b>	<b>(1,490)</b>	<b>(709)</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(10.7)%	(27.6)%	(28.5)%	(20.0)%	(8.9)%	n.a.

2024 年商业计划是基于 2023 年实际经营业绩，在 2023 年商业计划上的更新与调整，企业整体的规划及策略未发生重大调整，长期增长和利润率基本保持一致。从 2023 年、2024 年的测试结果来看，法国 HCo 预计未来现金流量现值均高于账面价值，分别有 5,300 万欧元和 3,500 万欧元的减值空间，也侧面说明了 2024 年商业计划依据

2023 年的实际完成情况做出了调整。

#### (4) 2025 年与 2024 年销量、收入、EBITDA 差异分析

HCo - 2025年商业计划与2024年商业计划 - 销量预测对比						
吨	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(1,303)	(1,631)	(1,829)	(1,863)	(1,814)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	196	(719)	(2,146)	(2,402)	(1,689)	n.a.
Export (出口业务)	(604)	(2,424)	(5,365)	(7,368)	(8,202)	n.a.
Copacking (代加工业务)	1,250	2,700	5,628	6,549	6,461	n.a.
Out of Home (食品餐饮服务)	100	200	500	900	1,400	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(361)	(1,874)	(3,211)	(4,184)	(3,843)	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(958)	(1,893)	(2,354)	(2,874)	(3,257)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(1,319)</b>	<b>(3,767)</b>	<b>(5,565)</b>	<b>(7,058)</b>	<b>(7,101)</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(4.0)%	(9.7)%	(12.1)%	(13.8)%	(13.0)%	n.a.

HCo - 2025年商业计划与2024年商业计划 - 营业收入预测对比						
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(431)	(773)	(1,078)	(1,332)	(1,557)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	(75)	(704)	(1,698)	(2,076)	(1,751)	n.a.
Export (出口业务)	(305)	(1,125)	(2,501)	(3,513)	(4,018)	n.a.
Copacking (代加工业务)	222	524	1,136	1,342	1,342	n.a.
Out of Home (食品餐饮服务)	35	70	175	315	490	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(555)	(2,008)	(3,967)	(5,264)	(5,493)	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(208)	(663)	(952)	(1,254)	(2,013)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(763)</b>	<b>(2,671)</b>	<b>(4,919)</b>	<b>(6,518)</b>	<b>(7,506)</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(5.5)%	(16.1)%	(24.2)%	(28.4)%	(29.9)%	n.a.

HCo - 2025年商业计划与2024年商业计划 - 息税折旧摊销前利润预测对比						
万欧元	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
Retail France Spreads (法国涂抹酱业务)	(125)	(377)	(534)	(681)	(651)	n.a.
Retail France New Creamery (法国零售奶油新品品类)	135	175	(380)	(731)	(729)	n.a.
Export (出口业务)	(45)	(233)	(686)	(1,168)	(1,376)	n.a.
Copacking (代加工业务)	(8)	(60)	(76)	(48)	(15)	n.a.
Out of Home (食品餐饮服务)	(0)	(1)	2	10	21	n.a.
St Hubert France & Export (St Hubert 法国及出口业务)	(43)	(496)	(1,674)	(2,618)	(2,751)	n.a.
Valle Italy (Valle 意大利)	(103)	(80)	(149)	(247)	(454)	n.a.
<b>合计差异</b>	<b>(146)</b>	<b>(577)</b>	<b>(1,823)</b>	<b>(2,866)</b>	<b>(3,206)</b>	<b>n.a.</b>
差异比率	(4.3)%	(13.3)%	(30.6)%	(39.6)%	(40.0)%	n.a.

2024 年至 2025 年，法国 HCo 管理层基于外部市场环境和自身业务发展实际调整了中长期发展目标：一是调整核心业务（法国涂抹酱业务和意大利）销量复合年均增长率；二是退出出口市场的品牌化相关举措（如停止在其他欧洲国家销售 St Hubert 产品）；三是优化法国乳制品业务相关举措（如停止经营植物黄油业务）。将经营重心重

新聚焦于新的核心领域：一是在法国及欧洲市场拓展渠道自有品牌业务；二是进军 B2B 餐饮服务领域；三是开展代加工生产业务，充分利用现有产能并分摊固定成本。如上图所示，收入结构反映了上述调整，预计出口（Export）及意大利本土业务（Valle' Italy）销量显著下降，而代加工业务（Copacking）及食品餐饮服务（Out of Home）销量有所增加。上述战略转变导致长期目标较 2023 年、2024 年预测有所降低。

因而，2024 年商业计划中（与 2023 年商业计划较为接近），预计 2030 年实现息税折旧摊销前利润约 8,008 万欧元，其中新业务约占 30.3%。而 2025 年商业计划重新聚焦核心业务，预计 2031 年实现息税折旧摊销前利润约 5,238 万欧元，其中新业务约占 11.3%。

虽然 2023 年至 2024 年期间已出现部分经营压力（如通胀、竞争加剧、新举措推进受挫等），但这些因素并未对当时的长期业务规划假设产生重大影响。直至 2025 年，战略举措的持续表现不及预期、竞争对手的持续价格压力、财务灵活性的减弱，以及对长期增长假设的结构性调整，共同导致预期未来现金流量出现明显下降。

## 2、折现率对比

市场参数每年年末进行估算，当年发生的市场变化将在当年年末的商誉减值测试中体现。2023 年至 2025 年期间，市场参数未发生重大变化，具体见下表：

折现率 - 加权平均资本成本 - 2025年商誉减值测试			
	St Hubert France & Export	Valle Italy	公式
去杠杆化贝塔系数	0.62	0.62	A
债权比 (净债务/权益)	25.4%	25.4%	B
所得税税率	25.8%	27.8%	C
<b>杠杆化贝塔系数</b>	<b>0.74</b>	<b>0.73</b>	<b><math>D=A*(1+B*(1-C))</math></b>
无风险利率	3.8%	3.8%	E
股权风险溢价	5.8%	5.8%	F
国家风险溢价	-	0.4%	G
规模风险溢价	2.0%	2.0%	H
特定风险溢价	-	-	H
<b>股权资本成本</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b><math>J=E+D*F+G+H</math></b>
无风险利率	3.8%	3.8%	E
债权成本对无风险利率利差	0.6%	0.6%	L
国家风险溢价	-	0.4%	G
债权成本 - 税前	<b>4.4%</b>	<b>4.8%</b>	$M=E+L+G$
所得税税率	25.8%	27.8%	C
<b>债权成本 - 税后</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b><math>N=M*(1-C)</math></b>
股权比例	79.7%	79.7%	$O=1/(1+B)$
债权比例	20.3%	20.3%	$P=B/(1+B)$
<b>加权平均资本成本</b>	<b>8.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b><math>Q=J*O+N*P</math></b>

**2023 年折现率：**9.1%，包括：杠杆贝塔系数 0.77（基于行业市场数据），无风险利率 3.3%，股权风险溢价 6.0%，规模风险溢价 2.3%，特定风险溢价 0.5%（用于反映未来实现商业计划的不确定性）。自法国 HCo 被收购以来，上述 0.5%特定风险溢价持续应用于各年度商誉减值测试。

**2024 年折现率：**9.2%。与 2023 年相比仅上升 0.1%，主要原因系行业平均杠杆率由 24.3%下降至 20.3%。

**2025 年折现率：**8.6%。与 2023 年相比下降 0.6%，主要由于：杠杆化贝塔系数由 2024 年的 0.75 降至 2025 年的 0.74；市场总回报率由 9.3%升至 9.6%；规模风险溢价由 2.3%降至 2.0%；特定风险溢价为 0%，主要原因系 2025 年商业计划所涵盖的 6 年期预测较以往更为保守，预计未来业绩不确定性更低。

### 3、永续增长率对比

永续增长率为 2.0%，反映欧元区长期通胀预期，系基于国际货币基金组织长期欧元区通胀预测。2023 年至 2025 年未发生变化和调整。

(3) 结合法国 HCo 近年经营业绩变化以及对未来经营业绩的预测，充分说明报告期集中计提大额商誉减值的原因及合理性，前期及本次商誉减值计提是否充分，是否符合准则要求。

#### (一) 2025 年计提商誉减值的原因及合理性

##### 1、市场与财务背景

**市场整体需求下降。**局部战争引发通胀，消费降级态势持续，2025 年消费品销量同比下降 3.8%，明显高于 2024 年（同比下降 1.8%）与 2023 年（同比下降 1.1%）降幅。涂抹酱市场总规模持续下降，2023、2024、2025 年分别同比下降 1.1%、0.4%、1.6%。法国 St Hubert 制定 2025 年预算时，预计涂抹酱市场总规模同比增长 0.7%，实际下跌 1.6%，差异为 2.3%，导致 2025 年收入减少 240 万欧元。

**下游零售商（超市）结盟。**(1) 法国年度零售价格谈判通常 2 月末完成，2025 年各零售商谈判未能如期完成，行业谈判首次推迟 1 个月至 3 月末。同时，消费品原材料成本持续上涨，2024 年成本上涨压力实现 100%向下游传导，2025 年成本传导率仅为 73%，造成 200 万欧元 EBITDA 损失。(2) 法国 St Hubert 代加工合作方 Charles and Alice 公司，因本次价格谈判遭零售商合作调整，Charles and Alice 公司自有产品被下架，不再委托法国 St Hubert 代加工。

**市场竞争加剧。**(1) 渠道自有品牌（指零售商等渠道委托供应商

生产的品牌，类似于山姆 Member' s Mark、京东京造）低价策略冲击 St Hubert 品牌业务。渠道自有品牌涂抹酱市场占有率持续提升，2025 年，法国市场市占率同比提升 0.5%至 23.8%，意大利市场市占率同比提升 4.2%至 9.4%。意大利 Valle' 公司受渠道自有品牌冲击，市场份额下降 6%，收入减少 150 万欧元。（2）竞争对手低价策略：来自 Lactalis（全球最大乳制品集团）和 Flora Food Group（欧洲植物基涂抹酱市场第一）的市场竞争持续加剧，两者在推进涂抹酱产品创新的同时，均采取激进的定价策略抢占市场。基于零售端核定价格，法国 St Hubert 涂抹酱与 Lactalis 旗下 Primev è re 涂抹酱的价差幅度由此前的 25%扩大至 45%。

**市场龙头启动行业整合。**（1）2025 年 3 月，比利时食品巨头 Vandemoortele 宣布并购美国 Bunge 在欧洲涂抹酱业务（该业务年收入约 4.5 亿欧元，800 名员工，20 个品牌），交易完成后 Vandemoortele 居欧洲植物基涂抹酱市场第二，仅次于 Flora Food Group。Vandemoortele 以 To B 业务为主，收购整合后，预计可能采取低价策略，进一步影响法国 St Hubert 等 To C 业务为主的企业。（2）市场对涂抹酱业务前景出现悲观情绪。法国 St Hubert 在推进外延并购工作中，比利时某潜在标的创始人的出售态度发生显著反转，6 月时无意洽谈出售事宜，7 月则表现出强烈的出让意愿。

**2025 年财务约束收紧。**（1）法国 HCo 月度 EBITDA 已接近债务协议所约定的限制标准。（2）债务协议杠杆比率（净金融债务/EBITDA）由 2024 年第三季度的 4.5 倍收紧至 2025 年第四季度的 3.7 倍，并将于 2026 年第三季度进一步降至 2.75 倍，限制了在创新或扩张方面的战略灵活性。因为通过产品创新或地域扩张推动收入增长，需要研发、

市场推广、招聘和产品发布成本等前期投入；这些成本通常在收入尚未完全实现前发生，短期内压低 EBITDA，但长期来看有助于提升企业价值。短期内任何导致 EBITDA 下降或增长放缓的行为都会导致杠杆比率随之恶化（净金融债务/EBITDA 上升），可能引发债务协议违约风险，因此限制了法国 HCo 在创新或扩张方面的战略灵活性。

## **2、根据前期战略举措的实际成效，2025 年法国 HCo 管理层对长期预测进行调整。**

2023 至 2024 年，法国 HCo 实施了多项战略举措，以应对核心市场下滑趋势并拓展多元化收入渠道。但经过市场验证未达预期，因此，2025 年对相关战略举措进行调整。

**新产品发展预期调整。**大幅下调在法国和意大利推出新型植物乳品产品（奶油、牛奶、奶油奶酪及黄油等）的预期。虽然此类创新产品带来了增量收入，但仍需经历一定的增长爬坡期，在此阶段其 EBITDA 表现为负值。鉴于法国涂抹酱业务利润率下降，以及债务协议条款限制，对新产品推广投入有限，预期三年内无法实现盈亏平衡的目标。

**出口及国际市场拓展计划调整。**所带来的收入有限且波动较大。在德国市场，通过自有品牌 St Hubert Gourmet 推进发展，并针对当地市场定制专属配方并完成区域测试。尽管初期已投入资源，但相关举措的成效未达预期。当前若要实现市场份额提升，仍需额外投入约 200 至 300 万欧元用于贸易与营销支出。此外，2025 年法国 HCo 在德国寻找分销战略合作伙伴面临困难，且在德国实现全国性布局所需投资远高于初始预期，而法国 HCo 现有财务状况无法支撑此类大额资金投入。整体来看，“新兴国家”业务板块 2023 年实现收入 100

万欧元。根据 2023 年商业计划，预计 2024 年收入为 120 万欧元，2025 年为 250 万欧元。但截至 2025 年 12 月，该板块 2025 年实际收入预计为 110 万欧元，较原计划目标下降 56.5%。

**代加工业务调整。**鉴于前述表现未达预期，法国 HCo 进行了战略调整，拓展代加工业务，以维持一定的销售规模，分摊生产线固定成本。根据 2025 年商业计划，代加工业务预计 2031 年实现收入 2,529 万欧元，比 2024 年商业计划中 2030 年实现收入 987 万欧元的目标显著提升。然而，从品牌出口战略转向代加工业务，也将导致运营绩效下滑，预计 2031 年代加工业务 EBITDA 利润率将接近 0%。

综合以上 2025 年各项因素影响，法国 HCo 修订了对未来长期发展前景的预期，2025 年商业计划较此前商业计划作出调整：一是核心法国涂抹酱及出口业务（Retail France Spreads & Export）收入增长假设更为谨慎，反映了对核心业务销量复合年均增长率的调整，以及对法国乳制品厂项目的重新梳理（如停止生产植物黄油），并退出出口市场的品牌化项目（如在其他欧洲国家停售 St Hubert 系列产品）；二是在意大利扩张受控，降低乳制品的发展目标；三是预计新的重点领域产生的利润低于之前的预期水平；四是进军食品餐饮服务领域；五是在法国及欧洲市场拓展渠道自有品牌业务，开展代加工生产，充分利用现有产能并分摊固定成本。上述调整导致本次减值测试中企业价值的可收回金额低于账面价值，因此 2025 年计提减值具备合理性。

从结论交叉核验的角度，2025 年减值测试计算的企业价值为 4.76 亿欧元，对应 2025 年 EBITDA，隐含的 EV/EBITDA 倍数为 15.8 倍。该倍数高于行业水平。但是，公司特定业务仍处于发展阶段，其

2025 年实现的利润率水平，不能公允反映商业计划中预期的长期盈利能力。考虑到法国和意大利新乳制品业务的增长预期，基于预期 EBITDA（含乳制品业务成熟后的贡献）测算的隐含 EV/EBITDA 倍数为 13.2 倍，处于可比公司倍数区间。需说明的是，可比公司业务覆盖范围更广，整体利润率水平更低。

## （二）过往未确认减值准备的恰当性

1、2023 至 2024 年期间，减值测试的编制方法具有一致性。采用了一致的方法（预计未来现金流量现值法，具有可比性的预测期限和价值计算方法）；与市场一致的财务参数，包括折现率和永续增长率；围绕相同战略支柱构建的长期商业计划；一致的商誉减值测试流程（由同一外部估值专家采用相同方法执行）。

2、2023 年及 2024 年商业计划中的长期收入与 EBITDA 目标，基于管理层确认的战略支柱制定。尽管短期表现不及预期，但管理层认为需设定更长观察期，以评估所实施战略的恰当性及长期目标的合理性。

3、截至 2024 年末，资产可收回金额仍高于其账面价值；尽管二者差额较小，但该差额仍足以确认当时未发生减值，符合《国际会计准则第 36 号》（IAS 36）的相关规定。

4、2025 年出现多项新增且具有重大影响的因素，这些因素在以往期间均未存在。具体包括：法国涂抹酱市场需求下降、竞争压力加剧；下游零售商结盟；更为严格的财务契约条款，限制了新项目融资能力；以及因业务表现不及预期而对出口及新品业务相关举措进行了重新评估。上述因素综合导致长期财务预测出现结构性且持续性下调，构成在 2025 年新出现的资产减值迹象。

基于以上因素，管理层得出结论认为 2025 年应确认相应资产减值，而 2023 年及 2024 年经减值测试未发生资产减值。

历年经审计的合并财务报表均系根据欧盟采用的国际财务报告准则（IFRS）相关要求编制，真实公允地反映了截至当年结束时的经营成果、财务状况以及纳入合并范围的所有实体在年末的资产状况。审计师已对以前年度的财务报告进行确认，2025 年度审计工作尚在进行中。

特此公告。

北京三元食品股份有限公司董事会

2026 年 2 月 26 日